

Paris, le 14 avril 2020



**NOTE DE M. VICTORIN LUREL, RAPPORTEUR SPÉCIAL  
À DESTINATION DES MEMBRES DE LA COMMISSION DES FINANCES**

**OBJET : SITUATION ET MARGES D'ACTION DU COMPTE D'AFFECTATION SPÉCIALE  
« PARTICIPATIONS FINANCIÈRES DE L'ÉTAT »**

COMMISSION DES  
FINANCES

Cette note s'inscrit dans le cadre du suivi par la commission des finances du Sénat de la mise en œuvre du plan d'urgence établi à la suite de la crise sanitaire du Covid-19.

Elle fait le point sur **la situation de l'État actionnaire et les perspectives d'intervention en capital de l'État pour soutenir les entreprises fragilisées** par les conséquences économiques de la situation sanitaire.

*I. UN PORTEFEUILLE DE PARTICIPATIONS EXPOSÉ ET DES ENTREPRISES FRANÇAISES FRAGILISÉES PAR LA CRISE*

- ❖ La dégradation généralisée des marchés actions touche plus fortement les valeurs du portefeuille de l'État actionnaire et des secteurs essentiels de l'économie française

L'année 2019 a été marquée par une **performance exceptionnelle des marchés actions**, l'indice parisien CAC 40 ayant progressé de 27 %. Dans le sillage de cette performance et à l'aune de la publication de bons résultats par les entreprises cotées, la tendance s'est poursuivie au début de l'année 2020, avec l'atteinte, mi-février, de niveaux inédits depuis juin 2007, à plus de 6 100 points.

À rebours de l'évolution générale, **le portefeuille des valeurs cotées de l'État actionnaire a enregistré une évolution négative en 2019**, la valorisation ayant reculé de 5 % à périmètre constant. Cette divergence résulte essentiellement de la sous-performance d'EDF, qui représente plus du tiers du portefeuille coté de l'État.

Les premières manifestations de l'épidémie en Chine ont initialement affecté les entreprises exposées à cette zone géographique pour leurs ventes ou leurs approvisionnements. La propagation rapide en Europe au tournant des mois de février et mars, assortie des premières mesures de restriction sanitaire imposées, ont entraîné **une correction des marchés financiers immédiate et de grande ampleur**.

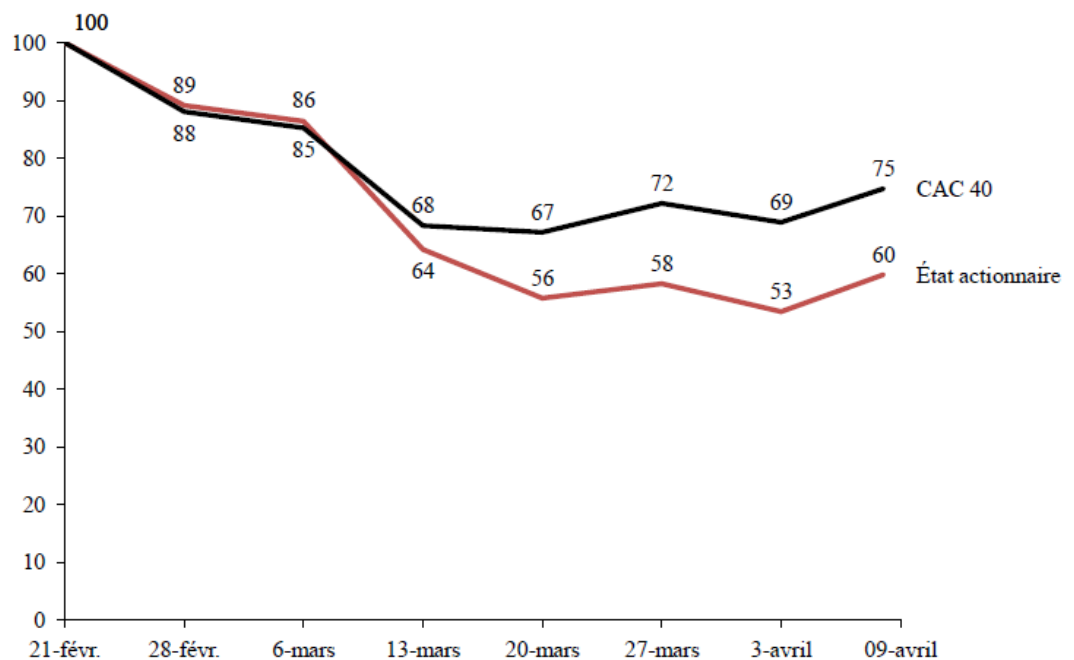
Si les mesures de soutien prises par les États et les banques centrales ont permis, à l'heure actuelle, d'inverser la tendance, **le climat d'incertitude prévaut toujours sur les marchés** dans la mesure où les conséquences économiques réelles de la crise ne peuvent toujours pas être établies.



Surtout, la correction été plus fortement marquée pour le portefeuille de l'État actionnaire, puisqu'un décrochage avec l'évolution du CAC 40 est observé depuis le plus haut atteint fin février, comme le souligne le graphique ci-après. Cette évolution reflète à la fois la composition sectorielle du portefeuille et la situation spécifique de certaines entreprises qui le composent.

#### Évolution comparée du portefeuille coté de l'État actionnaire et du CAC 40 entre le 21 février et le 9 avril 2020

(base 100 au 21 février 2020)



Source : commission des finances du Sénat.

#### ❖ Fragilisées, les entreprises françaises sont exposées à deux risques principaux

La crise actuelle frappe particulièrement certains secteurs, essentiels pour l'économie française et fortement représentés dans le portefeuille de l'État actionnaire. Selon l'évaluation de l'Observatoire français des conjonctures économiques (OFCE) du 30 mars dernier<sup>1</sup>, la perte d'activité atteint 98 % pour l'hébergement-restauration, 70 % pour les matériels de transports et 50 % pour les transports.

De façon immédiate, les mesures sanitaires entraînent des **pertes financières élevées**. Deux entreprises du portefeuille de l'État actionnaire sont ainsi fortement sous tension :

- **Air France**, dont les pertes s'élèvent à 25 millions d'euros par jour, sans perspectives d'un retour rapide à la normale, tandis que le cours de l'action a été divisé par deux entre la mi-février et la mi-mars ;

- **Renault**, qui a suspendu l'activité de l'ensemble de ses usines dans le

<sup>1</sup> OFCE, « Évaluation au 30 mars 2020 de l'impact économique de la pandémie de COVID-19 et des mesures de confinement en France », [Policy Brief](#), 30 mars 2020.



monde depuis la fin du mois de mars<sup>2</sup> et dont la note de crédit a été abaissée en catégorie spéculative et assortie d'une perspective négative par l'agence de notation *Standard & Poor's* le 9 avril dernier.

De façon générale, les entreprises en difficulté sont exposées à **deux types de risques** :

- un **risque de solvabilité**, par insuffisance de fonds propres ;
- une **exposition accrue à l'entrée au capital de fonds activistes**, en raison d'une valorisation boursière fortement réduite.

## II. UNE INDISPENSABLE RÉPONSE PAR L'INTERVENTION EN CAPITAL DE L'ÉTAT

### ❖ La réponse de l'État doit désormais s'étendre à l'intervention en capital

Pour prévenir les deux risques mentionnés, **une intervention de l'État en capital peut se révéler indispensable afin de protéger ces entreprises**, que l'État y soit déjà présent ou non.

C'est le sens des déclarations du ministre de l'économie et des finances, Bruno Le Maire, indiquant avoir « *adressé au président de la République et au Premier ministre une liste d'une vingtaine d'entreprises stratégiques qui pourront avoir besoin du soutien de l'État, sous forme de prêt, de montée au capital ou de nationalisation* »<sup>3</sup>.

Jusqu'à présent, l'absence d'intervention de l'État par des prises de participation distingue les mesures prises par la France de celles mises en œuvre par ses voisins européens, à l'instar de l'Allemagne<sup>4</sup>.

**L'intervention en capital pour protéger les entreprises françaises correspond à la nouvelle doctrine de l'État actionnaire** définie en 2017, qui prévoit cette possibilité en faveur d'entreprises d'intérêt général national ou local pour lesquelles l'État ne détient pas de leviers non actionnariaux suffisants pour préserver les intérêts publics ainsi que d'entreprises pour lesquelles un risque systémique est identifié.

**Deux types d'intervention en capital** doivent être distingués :

- une **prise de participation**, majoritaire ou non, qui conduit l'État à entrer ou à renforcer sa position au capital d'une entreprise pour en prendre le contrôle ;
- une **augmentation de capital** (« recapitalisation »), qui conduit l'État à acquérir de nouveaux titres émis par l'entreprise pour en renforcer les fonds propres.

La recapitalisation, qui pourrait être envisagée pour Air France, correspond à un processus plus long et contraignant, nécessitant l'accord des principaux

---

<sup>2</sup> À l'exception des usines de Chine et de Corée du Sud, dont l'activité avait été suspendue plus tôt et pour lesquelles la reprise de la production s'est progressivement engagée.

<sup>3</sup> [Entretien](#) accordé au journal *Les Échos* le 9 avril dernier.

<sup>4</sup> Voir la [note n° 2](#) de conjoncture et de suivi du plan d'urgence face à la crise sanitaire du Covid 19 diffusée le 3 avril dernier.



actionnaires de l'entreprise. Elle entraîne de surcroît une dilution des actionnaires actuels, dont la part de capital détenue diminue à proportion des titres nouvellement émis, avec un risque immédiat de recul du cours de bourse.

- ❖ Les conditions juridiques et financières d'intervention devraient rapidement être réunies

**D'un point de vue juridique**, la principale difficulté à l'intervention en capital de l'État en soutien à une entreprise privée tient à **l'encadrement européen des aides d'État**. Dans la mesure où l'action de l'État vise précisément à venir en aide à une entreprise en difficulté, cette intervention est susceptible d'être regardée comme différente de celle d'un opérateur privé et donc d'être constitutive d'une aide d'État.

**Cette difficulté devrait être rapidement levée**. À la suite de l'encadrement temporaire adopté le 19 mars dernier<sup>5</sup>, la Commission européenne a en effet lancé le 9 avril une consultation auprès des États membres en vue d'étendre l'aménagement des règles aux mesures de recapitalisation que ces derniers pourraient mettre en œuvre<sup>6</sup>. L'objectif est de définir les conditions temporaires permettant une recapitalisation publique d'entreprises dès cette semaine.

**D'un point de vue financier**, le Gouvernement peut d'ores et déjà mobiliser un montant de 5,8 milliards d'euros<sup>7</sup>, correspondant :

- au solde du compte d'affectation spéciale « Participations financières de l'État » qui s'élève à 4,2 milliards d'euros ;
- aux liquidités confiées au fonds pour l'innovation et l'industrie, pour un montant complémentaire de 1,6 milliard d'euros, que le Gouvernement peut récupérer rapidement.

Selon les indications du Gouvernement, **l'objectif est de dégager un montant total de 20 milliards d'euros**<sup>8</sup>, ce qui nécessiterait d'abonder le compte à l'occasion du prochain projet de loi de finances rectificative afin d'augmenter ses ressources de 14,2 milliards d'euros.

**La situation actuelle devrait donc conduire à mettre en pause le fonds pour l'innovation et l'industrie**, qui pourrait se retrouver privé de sa dotation en numéraire et de tout dividende en 2020. Il faut certes saluer le choix du Gouvernement d'adapter sa politique aux impératifs soulevés par la crise sanitaire. Toutefois, **cet épisode confirme le point de vue du rapporteur spécial sur cet outil d'une inutile complexité**, et dont les justifications fondées sur la stabilité du soutien à l'innovation ne résistent guère à l'épreuve des faits.

---

<sup>5</sup> « Encadrement temporaire des mesures d'aide d'État visant à soutenir l'économie dans le contexte actuel de la flambée de COVID-19 », 2020/C 91 I/01, [Communication](#) de la Commission européenne, 19 mars 2020.

<sup>6</sup> [Déclaration](#) de la Commission européenne concernant la consultation des États membres sur la proposition d'extension supplémentaire de l'encadrement temporaire des aides d'État aux mesures de recapitalisation.

<sup>7</sup> Voir la [note n° 2](#) de conjoncture et de suivi du plan d'urgence face à la crise sanitaire du Covid 19 diffusée le 3 avril dernier.

<sup>8</sup> Voir [l'entretien](#) du ministre de l'économie et des finances à *Europe 1* le 10 avril.



### III. DES CONSÉQUENCES SUR LES FINANCES PUBLIQUES POUVANT ÊTRE MAÎTRISÉES

#### ❖ L'absence de dividendes en 2020 augmentera le déficit de l'État

**La décision du Gouvernement de demander la suspension de tout versement de dividendes** de la part des entreprises bénéficiant d'aides publiques se traduira, pour l'État actionnaire, par l'absence de produits de ses participations en 2020.

#### **Deux effets doivent être distingués selon la nature du dividende :**

- les dividendes en numéraire non perçus, qui représentent un montant moyen de 1,7 milliard d'euros de recettes non fiscales par an depuis 2016 affecteront conjointement le déficit budgétaire et le déficit maastrichtien ;
- les dividendes en titres que l'État devait en particulier recevoir d'EDF affecteront le déficit maastrichtien.

#### ❖ Le risque associé à une intervention en capital doit être nuancé

**Si l'intervention en capital** au sein d'entreprises nécessite de mobiliser des ressources financières, ce qui peut ainsi affecter la dette publique, le **risque sur le déficit maastrichtien est limité.**

En effet, dans la mesure où elle correspond à une opération financière en comptabilité nationale lorsque l'État agit comme « un investisseur avisé », **la prise de participation n'a généralement pas d'effet sur le déficit maastrichtien.** Cela s'explique car **l'État reçoit en contrepartie de son investissement un actif financier de même valeur.**

Dans le cas d'une recapitalisation, la prise en compte de l'opération peut toutefois varier selon qu'elle est qualifiée d'opération financière, sans effet sur le déficit maastrichtien, ou de transfert de capital, avec un effet sur le déficit maastrichtien. **Le traitement comptable des recapitalisations est apprécié par Eurostat au cas par cas** selon le principe général suivant : « *l'apport de capitaux doit être traité en opération non financière toutes les fois qu'il s'agit d'une opération sans contrepartie* », c'est-à-dire lorsque « *l'administration ne reçoit pas en échange un actif financier de même valeur* »<sup>9</sup>.

Pour se prononcer, Eurostat indique qu'il importe surtout de déterminer si l'administration anticipe « *un retour sur investissement, sous la forme d'un flux futur de dividendes et/ou sous la forme d'une augmentation de la valeur de l'actif financier qui représente son droit sur l'entreprise* »<sup>10</sup>.

Ainsi, si la recapitalisation d'EDF en 2017 a été qualifiée d'opération

<sup>9</sup> [Commission européenne](#), Manuel SEC95 pour le déficit public et la dette publique, édition 2002, p. 61.

<sup>10</sup> [Eurostat](#), « Apports de capitaux par les administrations publiques dans des entreprises publiques », 21 août 2003.



financière par Eurostat, une appréciation différente a prévalu pour le groupe Areva, dont l'intégralité de l'opération de recapitalisation a été appréciée comme une dépense, à rebours de l'analyse initialement retenue par l'Insee<sup>11</sup>.

En l'espèce, dans la mesure où une éventuelle recapitalisation viserait à soutenir une entreprise faisant face à des difficultés conjoncturelles, **l'intervention devrait être regardée comme une opération financière, sans impact sur le déficit maastrichtien.**

---

<sup>11</sup> Voir la [notification à Eurostat](#) des révisions du déficit et de la dette des administrations publiques, Insee, 6 septembre 2018.